

CONTROLLER INFO

Szakmai folyóirat

III. évfolyam, 4. szám

2015. IV. negyedév

Költségallokációs problémák és megoldások

Faktorálás,
mint kölcsönnyújtási szolgáltatás

A projekt controlling és az innováció
egy vállalati modellben



Guba Dóra – Rózsa Andrea

A vállalati szabad cash flow és hozzáadott érték modellek alkalmazása a teljesítmény és a vállalat értékelésében

A cikk fő célja a vállalati szabad pénzáramlás modell (FCF) és a hozzáadott érték modellek (EVA, MVA, CFROI) gyakorlati alkalmazása. A szerzők kutatásaik keretében az egyik legnagyobb és legsikeresebb magyarországi tőzsdei társaság, a Richter Gedeon Nyrt. esetét vizsgálják 2009-2013 gazdálkodási intervallumban. A különböző vállalatértékelési eljárások alkalmazásával egyrészt gyakorlati útmutatót kívánnak a szerzők nyújtani a controllereknek az elméleti modellek paramétereinek becsléséhez, másrészt a controlleri szempontok előtérbe helyezésével a pénzügyi-befektetői gyakorlathoz szükséges számításokat mutatják be.

ELMÉLETI KERETEK – SZAKIRODALMI KUTATÁS

„Az ár az, amit fizetsz, az érték az, amit kapsz.” A híres amerikai befektető, Warren Buffett-t idézve látható, hogy az ár és az érték fogalma külön kezelendő, az ár a piac által meghatározott érték, azonban ez az érték minden gazdasági szereplő (ember, befektető, cég) számára mást jelent. Egy sikeres befektetésben vagy vásárlásban a piac által meghatározott áron túl, a termék vagy a szolgáltatás számunkra megtestesített értéke játssza a legfontosabb szerepet. Erre az elmúlt évtizedek során a vállalatok is felfigyeltek, így mára a vállalatértékelés önálló tudományterületté vált.

A vállalati érték meghatározására számos módszer és eljárás ismert, azonban mivel ezek a vállalat más-más aspektusát veszik figyelembe, illetve hagyják figyelmen kívül, az eredmények a módszertől függően eltérőek lehetnek.

Ezen eljárások összehasonlítása előtt, azonban érdemes megvizsgálni a vállalatértékelés céljait, mivel a cél meghatározása segít a megfelelő értékelési módszer kiválasztásában.

A vállalatértékelés végső célja a teljes vállalat vagy a saját tőke piaci értékének a közvetlen becslése, melynek menetét különböző eljárások határozzák meg. Ezeket a módszereket részletesen kifejti Copeland et al. (1999), Damodaran (2006), Damodaran (2010) és Takács (2009) munkája is. A vállalatértékelési témával foglalkozó magyarországi kutatók munkái közül kiemelkednek Juhász (2004), Fazakas-Juhász (2009), Takács (2009), Rózsa (2011), Tarnóczy-Fenyves (2010), Tarnóczy et al. (2011), Ulbert (2011) valamint Bélyácz (2009, 2011, 2013) és Csapi (2013) tanulmányai. Vizsgálataink elméleti alapját ezek a tanulmányok képezik.

Fő célunk a vállalati szabad cash flow modell (free cash flow – FCF), és a hozzáadott érték modellek (economic value added – EVA, market value added – MVA, cash flow return on investment – CFROI) gyakorlati alkalmazása. A Budapesti

Értéktőzsde jelenleg négy domináns szereplővel működik, melyek az OTP Bank Nyrt. (OTP), a Magyar Olaj és Gázipari Nyrt. (MOL), a Richter Gedeon Nyrt. (Richter), valamint a Magyar Telekom Nyrt. (MTEL). A több mint száz éves múlt-ra visszatekintő, magyar gyógyszeripari vállalatot, a Richter Gedeon Nyrt.-t választottuk ki elemzésünkhöz. A társaság részvényárfolyamában az elmúlt 5 évben tapasztalt jelentős ingadozás okait keresve, a munkánk során a vállalatértékelési eljárásokkal egyrészt gyakorlati útmutatót kívánunk nyújtani a controllereknek az elméleti modellek paramétereinek becsléséhez, másrészt a controlleri szempontok előtérbe helyezésével a pénzügyi-befektetői gyakorlathoz szükséges számításokat mutatjuk be.

Azt kutatjuk, hogy a 2011-2013 időszakban, a részvényesi érték csökkenésének periódusában a vállalatértékelési modellek paraméterei és eredményei is kedvezőtlen értéket tükröznek-e. A számításokhoz az anyavállalat nyilvánosan elérhető éves beszámoló adatait használtuk fel, és figyelembe vettük, hogy az nem azonos a vállalatcsoport IFRS alapelvek szerint elkészített konszolidált éves beszámolójával. Elemzéseinket a 2009-2013 időintervallumra készítettük el.

VÁLLALATI SZABAD PÉNZÁRAMLÁS MODELL

A vállalati szabad pénzáramlás (free cash flow – FCF vagy free cash flow to firm – FCFF) a vállalat minden érdekeltje – részvényesek, hitelezők és elsőbbségi részvényesek – számára megjelenő pénzáramlások összege. A vállalati szabad pénzáramlás értéke kétféle módon számítható. Az egyik eljárás keretében minden, a vállalat finanszírozóinak jutó kifizetést összeadunk. Ez tehát a tulajdonosoknak (ezt vagy saját tőkére jutó szabad pénzáramlásként vagy osztalékfizetésként értelmezzük), a hitelezőknek (tartalmazza a tőketörlesztést, a kamatkiadásokat és az újonnan felvett hiteleket) és az elsőbbségi

részvényeseknek járó pénzáramlások (általában elsőbbségi osztalék) összege (Damodaran, 2006. 406):

$$FCFF = FCFE + \text{Kamatráfordítások} \times (1 - \text{Adóráta}) + \text{Tőketörlesztések} - \text{Újra felvett hitelek} + \text{Elsőbbségi osztalék}$$

A másik számítási mód esetében összeadunk minden pénzáramlást, még mielőtt felosztanánk azokat az érdekeltek között, tehát a kamat és adófizetés előtti eredményből levonjuk az adókat és az újra befektetési igényeket, hogy megkapjuk a vállalati szabad pénzáramlás értékét:

$$FCFF = EBIT \times (1 - \text{Adóráta}) + \text{Amortizáció} - \text{Beruházások} - \Delta \text{Működő tőke}$$

Ebben az összefüggésben nem szerepelnek a hitelkiadások, ezért gyakran tekintik tőkeáttétel nélküli vállalati pénzáramlásnak is. Ugyanakkor ez a pénzáramlás nem tartalmaz semmilyen kamatfizetésből származó adózási előnyt. (Damodaran, 2006. 406)

A teljes vállalati érték meghatározásához a vállalati szabad pénzáramlás becslésén túl szükség van a súlyozott átlagos tőke költség meghatározására is, ami az értékelési modellben diszkontrátaaként szerepel. A súlyozott átlagos tőke költség (weighted average cost of capital – WACC) a saját tőke és az idegen tőke adózás utáni költségének a tőkestruktúrán belüli megfelelő részarányokkal súlyozott átlaga.

$$WACC = w_e \times K_e + w_d \times K_d \times (1 - T)$$

A képletben a w_e és a w_d a saját és idegen tőke (finanszírozási kötelezettségek) tőkestruktúrán belüli arányát, a K_e és a K_d pedig a saját és idegen tőke megkövetelt megtérülését (a finanszírozási elemek költségét) mutatja. Az $(1-T)$ faktor pedig a kamatköltségekkel összefüggésben a társasági nyereségadó hatását szűri ki (Bélyácz, 2001).

A saját tőke költsége, ebben az esetben részvénytőke költsége, a részvénytőke tulajdonosok által a befektetésük után megkövetelt megtérülésként definiálható. A tőkepiaci árazási modell (capital asset pricing model – CAPM) szerint a részvénytőke költsége a következő képlettel, az értékpapír piaci egyenes egyenletének felhasználásával számolható ki (Brealey–Myers, 2005. 236; Bodie et al., 2005. 319; Bélyácz, 2009):

$$E(r_p) = r_f + \beta \times [E(r_m) - r_f]$$

Az összefüggésben az r_f a kockázatmentes rátát jelenti, ez a megtérülés nyerhető a kockázattól mentes kormányzati kötvényekből. A bétátényező azt mutatja meg, hogy „milyen érzékenyen reagál az értékpapír a piaci mozgásokra” (Brealey–Myers, 2005. 183). Másképpen fogalmazva: a részvény bétája a részvény hozama és a piaci portfólió hozama közötti kovariancia osztva a piaci portfólió varianciájával. Ugyanakkor az is elmondható, hogy a béta faktor nem más, mint a részvény kockázati prémiumának és a piaci portfólió kockázati prémiumának a hányadosa (Bodie et al., 2005. 317–320). Az $E(r_m) - r_f$ összetevő a piaci portfólió kockázati prémiumát fejezi ki, ami azt a többletmegtérülést mutatja, amit a befektetők a kockázatmentes ráta felett remélnek a részvénytőkepiaci befektetéssel vállalt kockázat kompenzálására (Bélyácz, 2009).

Az idegen tőke vagy kölcsöntőke költsége közvetlenül meghatározható. A K_d az a piaci ráta, amit a vállalatnak a kölcsöntőkéért fizetnie kell. Az $(1-T)$ szorzótényező

a kamat adóvédelmét fejezi ki. Mindezek alapján a WACC a részvénytőke és a kölcsöntőke költségének súlyozott átlaga, ami a kölcsöntőke és a részvénytőke forrásstruktúrábeli arányán alapszik (Bélyácz, 2009). A súlyozott átlagos tőke költség az egész vállalatot jellemzi.

A vállalati szabad pénzáramlás és a súlyozott átlagos tőke költség kiszámítása után a teljes vállalati érték többféle feltételezés mellett becsülhető meg (Clark et al., 1988. 54; Damodaran, 2010. 26–29).

„A vállalat értéke – a legáltalánosabb esetben – a vállalati várható szabad pénzáramlások jelenértékéeként írható fel:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

ahol $FCFF_t$ = a vállalati szabad pénzáramlás t-edik évben várható értéke, $WACC$ = súlyozott átlagos tőke költség” (Damodaran, 2006. 412; Damodaran, 2010. 26).

Végtelen működési időtávot, konstans jövőbeli várható szabad pénzáramlás sorozatot és hosszú távon állandó súlyozott átlagos tőke költséget feltételezve a vállalat értéke leegyszerűsödik, a konstans járadéktagú örökjáradék-formula alapján:

$$V = \frac{FCFF}{WACC}$$

Abban az esetben, ha a jövőbeli várható vállalati szabad pénzáramlások stabil növekedési ütemére számíthatunk, és a súlyozott átlagos tőke költség hosszú távon állandónak tekinthető, akkor a növekvő járadéktagú örökjáradék modell formuláját lehet felhasználni a teljes vállalati érték becslésére:

$$V = \frac{FCFF_1}{(WACC - g_{FCFF})}$$

Tehát a következő évben várható vállalati szabad pénzáramlás és a vállalati szabad pénzáram jövőbeli becsült növekedési ütemével korrigált súlyozott átlagos tőke költség hányadosaként számítható ki a vállalat értéke (Damodaran, 2006. 409).

A teljes vállalati értéket becslő szabad cash flow modelleknek léteznek és alkalmazhatóak további két- és három- vagy többszakaszos (többfázisú) változatai is, amennyiben a vállalat növekedésének ütemében a jövőben jelentős változás várható. Ebben az esetben, a pontosabb becslések érdekében az egyes szakaszokra különböző pénzáramlásokat, különböző kockázatmentes rátákat és ha szükséges, eltérő kockázati pótlékokat alkalmazhatunk, valamint az egyes forgatókönyvek esetében érzékenységi becsléseket is végezhetünk (Arifin – Anggono, 2012).

GAZDASÁGI HOZZÁADOTT ÉRTÉK

A Stern Stewart Company az 1980-as évek végén fejlesztette ki a gazdasági hozzáadott érték (economic value added – EVA) mutatót, amit védett márkánévként be is jegyeztetett. A gazdasági hozzáadott érték azt a pénzügyi teljesítményt ragadja meg, ami a legjobban kifejezi a vállalat által létrehozott valós gazdasági profitot, ezáltal a modern közgazdaságtan és pénzügytan területén az EVA megkérdőjelezhetetlen szerepet

képvisel. A mutató közvetlenül a tulajdonosi érték maximalizálásához kapcsolódó teljesítményt méri (Shil, 2009).

Damodaran (2006) megfogalmazásában a gazdasági hozzáadott érték, egy beruházás vagy beruházások egy portfóliója által létrehozott pénzbeli többletérték mérőszáma. A beruházás vagy beruházások tőkekölség feletti többlethozamának és a beruházásba vagy beruházásokba fektetett tőkének a szorzataként számolható ki. A minél pontosabb kalkulációk elvégzéséhez korrekciós tényezőket kell alkalmazni. A korrekciós tételek alkalmazásának fő területei a készletértékelés (pl. LIFO tartalék), az üzleti vagy cégérték (goodwill) amortizációja, a kutatás-fejlesztési tevékenység aktiválható költségei, az operatív lízing hatása és a halasztott adókhöz kapcsolódó korrekciók. A gazdasági hozzáadott érték meghatározásának általános formulája (Damodaran, 2006. 931):

$$EVA = (\text{Befektetett tőke hozama} - \text{Tőkekölség}) \times \text{Befektetett tőke}$$

$$EVA = \text{Adózás utáni működési eredmény} - (\text{Tőkekölség} \times \text{Befektetett tőke})$$

A gazdasági profit mutató tehát a befektetett tőke felett realizált többletprofitot méri, így nem százalékos megtérülést, hanem pénztömeget fejez ki. Számítása mögött egyszerű logika húzódik meg. „Ha a vállalat minden időszakban pontosan a tőkekölségének megfelelő hozamot érne el, akkor a vállalat pont annyit érne, mint amennyi az eredeti befektetés volt. Egy vállalat csak annyival ér többet vagy kevesebbet a befektetett tőkéjénél, amennyivel a befektetett tőke jövedelmezősége meghaladja a tőkekölséget vagy elmarad a tőkekölségtől. Így a befektetett tőke összegéhez képest a prémiumnak vagy diszkontnak meg kell egyeznie a vállalat jövőbeni gazdasági profitjának a jelenértékével (Hollóné, 2001).”

HOZZÁADOTT PIACI ÉRTÉK

A hozzáadott piaci érték (market value added – MVA) azt a realizált tulajdonosi hozamot fejezi ki, amit a teljes piaci érték és a teljes befektetett tőkeállomány különbsége mutat. Az MVA számításánál fontos, hogy ne a befektetett tőke, illetve a saját tőke könyvszerinti értékét alkalmazzuk, hanem az EVA számításnál is szükséges korrekciós tételeket figyelembe véve, a könyv szerinti értéket gazdasági könyvszerinti értéké alakítsuk át (Kazainé, 2008).

$$MVA = \text{Vállalat piaci értéke} - \text{Befektetett tőke}$$

A vállalat piaci értékét a saját tőke és az idegen tőke piaci értékének összegeként kapjuk meg. A saját tőke piaci értékének meghatározásakor a vállalat által kibocsátott, az értékelés pillanatában is forgalomban lévő részvények mennyiségének és aktuális tőzsdei árfolyamának a szorzatát (tőzsdei kapitalizáció) célszerű figyelembe venni. A kölcsöntőke piaci értéke az esetek többségében megfelel a pénzintézetek, más vállalkozások illetve magánszemélyek felé fennálló kötelezettségek könyv szerinti értékével. Amennyiben a bemutatott összefüggés alapján kiszámítjuk a vállalat piaci értékét, amiből kivonjuk az EVA mutató esetében is szükséges korrigált formulák segítségével kalkulált befektetett tőkét, megkapjuk a piaci hozzáadott értéket (Takács, 2009, 77-79).

A piaci hozzáadott érték csak akkor pozitív, ha a tőke hozama nagyobb a tőkekölségnél, és ez a különbség évről-évre

növekvő mértékű. Ez az új nézőpont rávilágít arra, hogy nem a növekedés teremt értéket, hanem a növekedés a többlethozamokkal együtt, hiszen egy vállalat normális ütemben növelheti a működési eredményét, de ha ezt amellel teszi, hogy nagy összegeket fektet be, akkor a tőkekölség mellett nem fog értéket teremteni, esetleg még értéket is rombolhat (Copeland et al., 1999. 54-61; Damodaran, 2006).

BEFEKTETÉS-ARÁNYOS CASH FLOW MEGTÉRÜLÉS

A vállalati teljesítmény és tulajdonosi érték kulcsfontosságú mércéje a befektetés-arányos cash flow megtérülés (cash flow return on investment – CFROI). A mutatót beruházás arányos belső megtérülési rátaaként értelmezik, ami azt a diszkontrátát mutatja, amely mellett a jövőbeli pénzáramlások (korrekciós tételekkel számolt bruttó cash flow értékek) jelenértékének és a kezdeti beruházási költségnek (korrekciós tételekkel számolt bruttó befektetett tőke) a különbsége nulla (Kazainé, 2008; Takács, 2009. 79-82). Másféppen fogalmazva, a CFROI a vállalat azon belső hozamát jelenti, ami mellett az amortizálható eszközök hasznos élettartamának éveiben realizált bruttó cash flow és az amortizációs időszak végén fennmaradó eszközérték jelenértéke megegyezik a bruttó befektetett tőke összegével. Amennyiben a befektetés-arányos cash flow megtérülés értéke meghaladja a súlyozott átlagos tőkekölség értékét, tehát a vállalkozás belső hozama túllépi az átlagos finanszírozási költséget, azaz a tőke minimálisan elvárt megtérülését, akkor értékteremtésről beszélünk (Takács, 2009; Damodaran, 2006. 945).

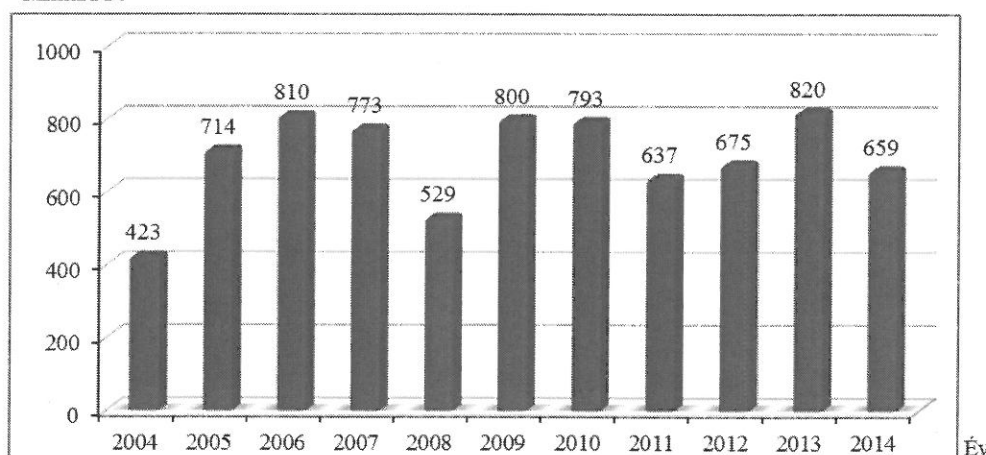
A CFROI előnye, hogy mérni tudja a vállalat mindenfajta beruházásának hozamát, a teljes várható élettartamot veszi figyelembe, és nem hibázik a rövid élettartamú, magas megtérülési projektek felé történő tőkeallokációban. Továbbá felhasználható minden olyan elemzéshez, ami a vállalat pénzügyi helyzetének átfogó feltérképezésére szolgál. A Boston Consulting Group 1991-ben végzett vizsgálata szerint a CFROI magas korrelációs kapcsolatot mutat az aktuális részvényárfolyamokkal (Fónagy-Árva, 2006). Az alkalmazott szemlélet hátránya ugyanakkor, hogy az érett és lényegében jövedelmező vállalkozások esetében az eszközállomány nagysága és kora miatt viszonylag magas reálköltséget terhel a társaságokra, így jó teljesítménnyel is csak alacsonyabb CFROI realizálható (Black et al., 1999).

ADATFELDOLGOZÁS ÉS EREDMÉNYEK –

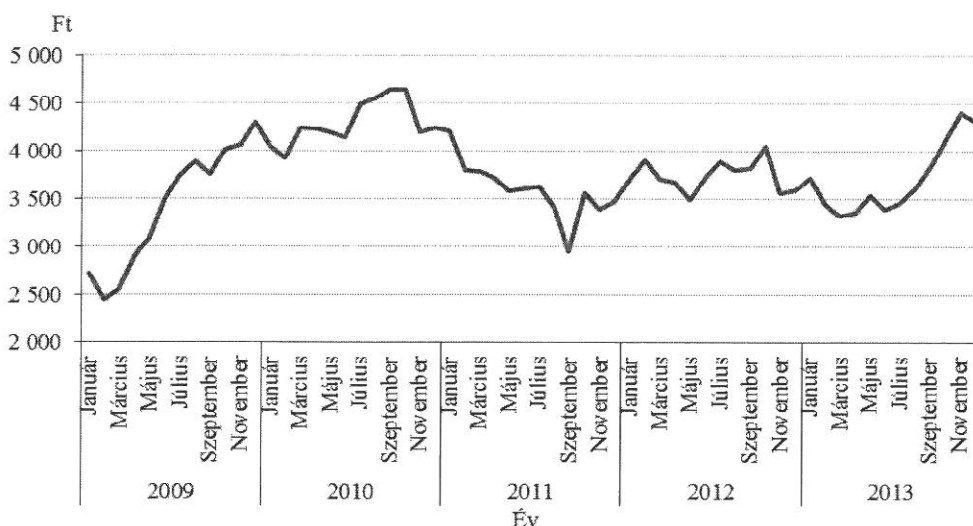
A RICHTER GEDEON NYRT. VÁLLALATÉRTÉKELÉSE

A nyilvános részvénytársaságként működő Richter vállalat részvényeivel a Budapesti Értéktőzsdén is kereskednek és 2013. december 31.-én a részvények darabszáma 186 374 860 volt. A Richter Gedeon Nyrt. 2013. július 4-én bejelentette, hogy a Fővárosi Törvényszék Cégbírósága bejegyezte a társaság 18 637 486 darab, egyenként 1000 Ft névértékű törzsrészvényének a névérték tizedelésével 186 374 860 darab, egyenként 100 Ft névértékű törzsrészvénné történő átalakítását. A törzsrészvények feldarabolására 2013. július 16-án került sor. A részvénytizedelés céljai között szerepelt a vállalat részvényeinek vonzóbbá tétele a kisbefektetők számára, ami árfolyam növekedést eredményezhet, valamint az

Milliárd Ft



1. ábra: A Richter tőzsdei értékének alakulása záróárfolyam adatsor alapján

Forrás: Saját szerkesztésű ábra a konszolidált éves jelentések és a www.bet.hu honlap alapján

2. számú ábra: A Richter részvény átalakított árfolyamának alakulása 2009-2013 között

Forrás: Saját szerkesztésű ábra a tőzsdei adatok alapján

MSCI EM indexbe való visszakerülés, ami nagy volumenű vételi keresletet jelenthet a vállalat számára. A Társaság tőzsdei értékének alakulását az 1. számú ábra mutatja be, ahol a tőzsdei érték meghatározása a vállalat teljes részvénytőzsdén és az év végi záró árfolyamnak a szorzata alapján került kiszámításra.

A 2. számú ábrán is nyomon követhető, hogy 2010-ben a Richter részvény csaknem egész évben 4000 Ft felett teljesített (az árfolyam a 2013-as felaprózott részvény darabszámhoz van igazítva), amit az ezt követő években azonban már nem tudott realizálni. A Richter részvény átalakított árfolyama az elmúlt öt évben (szintén a 2013-as felaprózáshoz igazítva) 2400 és 4700 forint között mozgott, amit a 2. számú ábra szemléltet.

A Richter Vállalatcsoport közvetlen és végső ellenőrzést gyakorló anyavállalata a magyarországi székhelyű Richter Gedeon Nyrt. A munkánk során a Richter Gedeon Nyrt. elmúlt öt éves adatait elemezzük, melynek alapjául a Társaság által a magyarországi 2000. évi C. törvény előírásai szerint elkészített beszámolók szolgálnak. A számításainknál a 2013-as részvény-tizedelés miatt a korábbi időszakokra a részvényárfolyamokat átszámítottuk az adatok összehasonlíthatóságának érdekében.

A RICHTER GEDEON NYRT.

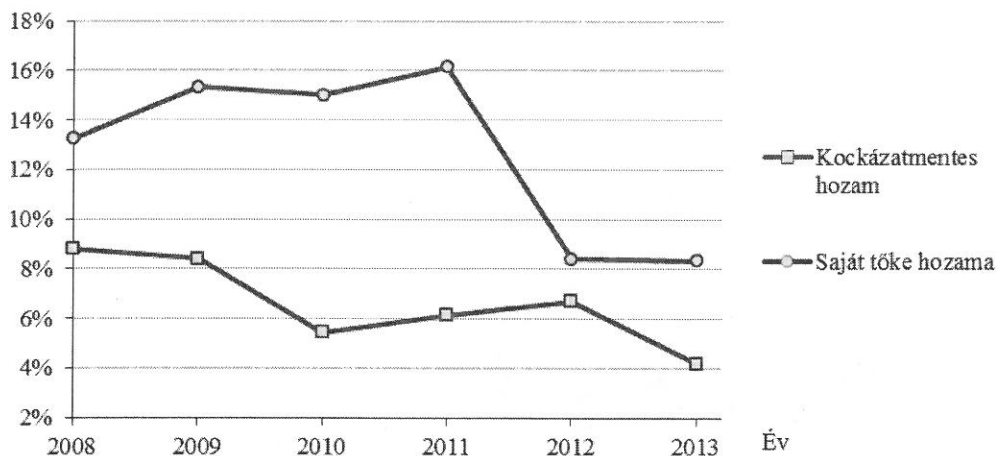
PÉNZÜGYI ELEMZÉSE

A statikus pénzügyi mutatókkal végzett számításaink alapján a Richter Gedeon Nyrt. helyzete stabilnak mutatkozik, annak ellenére, hogy a 2010-es évet követően gyengülés figyelhető meg a részvények árfolyamában.

A cég vagyoni helyzete erős, amit a magas tőkeerősség támaszt alá. A vállalatnak 2010-ben keletkezett hosszú lejáratú kötelezettsége, ami egy általános finanszírozási célokra felvett 41 663 millió forint értékű 5 éves lejáratú klubhitelt és a PregLem akvizícióért fizetendő jelenértéken elszámolt halasztott vételárat tartalmazza. Ezt a változást a pénzügyi helyzet elemzésénél az adósságállományi mutatók prezentálják (Szalka-Katits, 2014). A nyilvánosan is elérhető információk alapján, a svájci székhelyű, nőgyógyászati gyógyszerek fejlesztésére szakosodott céget összesen 337 millió eurót fizetett a magyar vállalat, több részletben, melynek bizonyos kifizetései meghatározott feltételekhez kötöttek. Az akvizíció stratégiai célja, hogy a Richter erősítse a nőgyógyászati ter-

mékvonalat, s emellett bővítse földrajzi elérését is, hiszen a PregLem termékek célpontja Európa nyugati fele, azonban a Richter a meglévő hálózatán keresztül az egész Európai Unióban értékesíteni kívánja azokat.

A rövid távú fizetőképesség vizsgálatakor megállapítottuk, hogy a vállalatnak nincs likviditási problémája. A jövedelmezőségi helyzet elemzésénél 2012-től visszaesés tapasztalható, amit az adózás előtti eredményben bekövetkezett drasztikus mértékű zuhanás idézett elő, aminek legfontosabb kiváltó okai: a negatív pénzügyi műveletek eredménye, az értékesítés közvetett költségeinek megemelkedése, valamint az egyéb műveletek eredményében bekövetkezett csökkenés. Ugyanakkor a vállalat saját tőke arányos megtérülésének (return on equity – ROE) és a jegybanki alapkamat ráta szintjének összevetése során kiderült, hogy a ROE mutató a csökkenő tendencia ellenére is tartósan tartalmaz kockázati felárat a kockázatmentes ráta szintjéhez képest (Fazakas et al., 2013). A 3. számú ábra megfelelően szemlélteti, hogy a saját tőke hozama a jegybanki alapkamat szintjét az elmúlt öt év során meghaladta, tehát prémiumot biztosított a vállalat tulajdonosainak.



3. számú ábra: Az átlagos éves jegybanki alapkamat ráta és a ROE mutató viszonya 2008-2013 között

Forrás: Saját szerkesztésű ábra a Magyar Nemzeti Bank adatai és a Richter éves beszámolója alapján

VÁLLALATÉRTÉKELÉS SZABAD PÉNZÁRAM MÓDSZERREL (FCF)

Vállalati szabad pénzáram elemzés

Az elemzéseink alapjául elsődlegesen a Damodaran modellt alkalmaztuk, amit kiegészítettünk a Takács (2009) által kidolgozott, kifejezetten a magyar számviteli szabályokhoz igazodó korrekciókkal.

A 2011-ig évről évre növekvő pozitív adózás előtti eredményt produkáló gyógyszeripari vállalat 2012-ben a 44,5 milliárd forintos eredménnyel az elmúlt öt év leggyengébb évét zárta. A cég vagyoni helyzetének elemzésénél is nyomon követhető, hogy a vállalat finanszírozási struktúrájában az idegen tőke részaránya viszonylag alacsony, aminek következtében a részvénytársaság adózott eredménye és a számított kölcsöntőke nélküli adózott eredménye között számottevő eltérés nem tapasztalható. A legmagasabb kamatfizetési kötelezettséggel rendelkező évben is, kevesebb, mint 1,5 milliárd forint különbség számítható a két kategória között. A számításaink magyarázataként, még fontos megemlíteni, hogy a forgótőke értékének kiszámításánál kamatterhes kötelezettségeknek tekintettük a kapcsolt vállalkozással szemben fennálló kötelezettségeket, az egyéb részesedési viszonyban lévő vállalkozással szemben fennálló kötelezettsé-

geket, illetve 2010-től az egyéb rövid lejáratú kötelezettségeknél az akvizíció miatt fennálló kötelezettségek adott évben fizetendő összegét, valamint 2013-ban a rövid lejáratú hitelt (lásd 1. számú táblázat).

A vállalati szabad pénzáramlás 2009-ben érte el a legmagasabb értéket, amit 2010-ben egy több mint 103 milliárd forintos negatív érték követett. A nagymértékű zuhanás oka a befektetett eszközök értékének megnövekedésében keresendő. 70 milliárd forintos emelkedést okozott a befektetett pénzügyi

eszközöknél a tartós részesedésként elszámolt svájci PregLem vállalat akvizíciója, valamint további közel 9 milliárd forintos növekedést eredményezett a Protek cég tőkeemelése és valós értékelése. Az immateriális javak között a 68 milliárd forintos értékben megnövekedett vagyoni értékű jogok elsősorban a megvásárolt Grünenthal portfólió piaci forgalmazási és márka jogainak aktiválását, valamint az új forgalomba hozatali engedélyek megszerzésére fordított hatósági díjakat tartalmazza. Mindezeket felül további 7,5 milliárd forintos növekedést okozott az üzleti és cégérték mérlegcsoportban a PregLem vállalatcsoport felvásárlása miatt elszámolt goodwill. A 2010-es év beruházásait követően a vállalat szabad pénzárama pozitív értékeket ölt, azonban aggodalomra adhat okot, hogy csökkenő tendenciát mutat. A 2013-ban 7,8 milliárd forintra redukálódó összeg a kínai akvizícióból származó üzleti vagy cégérték megemelkedésének és az átcserélhető kötvények vásárlásából eredő tartós hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok mérlegcsoport értékének megnövekedésének a következménye. A változások hátterében lévő okokat a Richter Gedeon Nyrt. által minden évben közzétett éves beszámolók kiegészítő mellékleteinek részletes elemzésével tudtuk felderíteni.

1. számú táblázat: A szabad pénzáram alakulása 2009 és 2013 között

A mutató megnevezése	Elemzett évek mutatói (millió Ft)				
	2009	2010	2011	2012	2013
Adózás előtti eredmény	59 214	64 040	78 900	44 562	47 121
Fizetett kamatok	0	80	1 220	1 805	1 560
EBIT	59 214	64 120	80 120	46 367	48 681
Elszámolt adókötelezettség	1 889	0	-240	654	435
Fizetett kamatok * TA adókulcs	0	15	232	343	296
EBIT elméleti adóterhe	1 889	15	-8	997	731
Adózott eredmény kölcsöntőke nélkül	57 325	64 105	80 128	45 370	47 950
Értékelési tartalék növekménye	380	3 150	-3 641	22	1 465
Befektetett eszközök mérlegértékének növekménye	13 488	168 888	16 398	17 623	39 017
Forgótőke mérlegértékének növekménye	-6 098	1 724	29 596	2 586	2 584
FREE CASH FLOW	50 315	-103 357	30 493	25 183	7 814

Forrás: Saját számítás a Richter Gedeon Nyrt. éves beszámolója alapján

2. számú táblázat: Az FCF és WACC értékek alakulása 2009-2013 között

A mutató megnevezése	Elemzett évek mutatói				
	2009	2010	2011	2012	2013
Free Cash Flow (millió Ft)	50 315	-103 357	30 493	25 183	7 814
Számított WACC érték	0,1259	0,0752	0,1029	0,1150	0,0980

Forrás: Saját számítás a Richter Gedeon Nyrt. éves beszámolóí és a BUX adatok alapján

Súlyozott átlagos tőkeköltség számítása

A saját tőke és a finanszírozási kötelezettségek arányának meghatározásához kiszámoltuk az átalakított mérleg alapján a saját források (saját tőke és céltartalék) és a finanszírozási kötelezettségek (hátrasorolt, hosszú lejáratú és kamatköteles rövid lejáratú kötelezettségek) értékeit az elmúlt öt évre vonatkozóan. Ezt követően a tulajdonosok és a hitelezők által támasztott megtérülési követelményeket becsültük meg.

A saját tőke elvárt megtérülésének kiszámításánál a CAPM modellt alkalmaztuk. A számításainknál az éves kockázatmentes rátát a jegybanki alapkamat megfelelő adatainak súlyozott átlagával határoztuk meg. A piaci portfólió kockázati prímiumának megállapításánál az Aswath Damodaran honlapján közzétett Magyarországra vonatkozó országos kockázati prímiumot vettük figyelembe. A béta értékének gyors megállapításához a Financial Times honlapján publikált adatokat lehet segítségül hívni, azonban mivel ezek az adatok mindig a jelenlegi helyzetet tükrözik, tehát historikus bétaadatok nem érhetőek el, a pontosabb számítás érdekében bétabecslést alkalmaztunk a mutató értékének meghatározásához.

A Richter Gedeon Nyrt. bétabecslését éves bontásban végeztük el. A vízszintes tengelyre, független változóként a BUX index kockázati prímiumát, a függőleges tengelyre pedig függő változóként a Richter részvény kockázati prímiumát mértük fel. A becsléshez öt évre vonatkozóan a havi záró árfolyamokat vettük figyelembe és a kockázatmentes kamatláb korrekcióival havi logaritmikus hozamokat számoltunk (Bodie et al., 2005. 350). Ezt követően az Excel táblázatkezelő program segítségével lineáris regresszió elemzést végeztünk. Mivel a Richter Gedeon Nyrt. részvényei a BUX kosárban átlagosan több mint 20%-os súllyal bírnak, a bétabecslést elvégeztük a DAX (németül Deutscher Aktienindex), azaz a német értéktőzsde indexének értékeihez viszonyítva is. Ebben az esetben az Európai Központi Bank által szabályozott, euró-alapkamatot tekintettük kockázatmentes kamatrátának.

A lineáris regressziós modellel számított átlagos béta érték a BUX esetében 0,5910, a DAX esetében pedig 0,5905 lett. A determinációs együttható értékét kifejező r-négyzetérték – ami azt méri, hogy a részvény hozamának teljes varianciájából a piaci mozgás mennyit magyaráz meg – az öt éves átlagban 0,38 a BUX-nál és 0,25 a DAX-nál. Annak ellenére, hogy a kapott BUX és DAX béta együtthatók között nincs szignifikáns eltérés, a determinációs együttható jelzi, hogy a Richter részvények a BUX befektetési termék értékeivel szorosabban korrelálnak, melynek oka, hogy a részvény viszonylag magas hányadot képvisel a BUX kosárban. Mivel a magyar és a német modell átlagos béta értéke közötti eltérés minimális, a későbbi számításainknál a Budapesti Értéktőzsde kockázati prímiumával számított regressziós modell eredményeit használtuk fel. Annak

ellenére, hogy a BUX indexes modellben a 0,38-as r-négyzet érték gyenge magyarázóerőre utal, a továbbiakban az itt kapott értéket alkalmazzuk, mivel ez az érték minimálisan tér el a Financial Times által közzétett 0,5753-as értéktől.

A vállalati adórata korrekciónál a Társasági adótörvény szerinti, 19%-os társasági adórátával számoltunk. (A Richter által ténylegesen befizetett adó százalékos értéke a vizsgált intervallumban ettől eltér, jóval kevesebb, de számításaink során e tényleges adórata százalékkal számolt WACC értékek, a kapott értékektől nem tértek el számottevően.) A Richter Gedeon Nyrt. szabad pénzáramainak és súlyozott átlagos tőkeköltségének alakulását a 2. számú táblázatban foglaltuk össze.

A Richter vállalat működésében a 2010-es év rendkívülinek tekinthető a nagy volumenű beruházások miatt. A végrehajtott fejlesztések és befektetések hatásai a kapott eredményekben is megmutatkoznak, mivel jelentősen eltérnek a többi évben kapott értékektől. Ezért a vállalat várható jövőbeli szabad pénzáramainak optimista becslése során a 2010-es év eredményeit figyelmen kívül hagytuk. A vállalati érték meghatározása során azt feltételeztük, hogy a négy év átlagából számolt vállalati szabad pénzáramot a jövőben az anyavállalat képes tartósan is fenntartani. Tehát a 2013-as vállalati értéket a négy éves átlagos szabad pénzáram és az átlagos WACC hányadosával becsültük meg:

$$\text{Becsült vállalati érték} = \frac{28\,451 \text{ millió Ft}}{11,04\%} = 257\,658 \text{ millió Ft}$$

Az anyavállalat vállalati értéke 2013-ban ezen óvatos becslés alapján 257 milliárd forint a konstans járadéktagú örökjáradék modell vállalati szabad pénzáram változata alapján. Természetesen ez az érték csupán iránymutatásként szolgál, hiszen a múltbeli adatokból csak korlátozottan következtethetünk a jövőbeli alakulásra. Pontosabb értéket lehet becsülni, ha eredménykimutatás terveket is készítünk, valamint az iparági folyamatok várható alakulását is számításba vesszük.

A modellben rejlő bizonytalanságot, és esetleges torzításokat érzékenység elemzéssel vizsgáltuk. Elemeztük, hogy a fenti örökjáradék modellt használva, ha 10%-kal módosítjuk a várható FCF értéket, akkor arra hogyan reagál a vállalati érték. Valamint azt is megvizsgáltuk, hogy ha a WACC értéket csökkentjük 10%-kal, akkor vajon 10%-nál nagyobb mértékben változik-e a várható vállalati érték, konstans jövőbeli várható szabad cash flow-t feltételezve. A képletből adódóan, az FCF 10%-os növekedése, pontosan 10%-os vállalati érték növekményt okoz. A WACC 10%-os csökkenése, tehát kedvezőbb hosszú távú tőkeszerkezet kialakítása, azonban a várható vállalati értékben 11,25%-os növekedést okoz. Így arra következtettünk, hogy ezt a legegyszerűbb modellt használva, a vállalati érték érzékenyebb a tőkestruktúra változására, mint a jövőbeli várható vállalati szabad cash flow változására.

3. számú táblázat: A gazdasági hozzáadott érték megállapítása

A mutató megnevezése	Elemzett évek mutatói (millió Ft)				
	2009	2010	2011	2012	2013
Üzemi (üzleti) eredmény	52 252	56 197	74 074	56 863	49 016
Kísérleti fejlesztés aktiválható költségei	19 074	20 831	26 238	32 966	40 527
Kísérleti fejlesztés tárgyévre jutó elméleti amortizációja	3 815	4 166	5 248	6 593	8 105
Korrigált üzemi eredmény	67 511	72 862	95 064	83 236	81 438
Korrigált társasági adó	12 827	13 844	18 062	15 815	15 473
Adózás utáni nettó működési profit (NOPAT)	54 684	59 018	77 002	67 421	65 964
Saját tőke	373 746	427 141	490 412	522 041	559 578
Goodwill halmozott amortizációja	345	345	345	345	345
EVA szerinti saját tőke	374 091	427 486	490 757	522 386	559 923
Hosszú lejáratú kötelezettség	0	76 850	70 994	83 658	78 791
Kamatköteles rövid lejáratú kötelezettség	2 445	17 953	47 435	6 674	19 565
EVA szerinti idegen tőke	2 445	94 803	118 429	90 332	98 356
EVA szerinti befektetett tőke	376 536	522 289	609 186	612 718	658 279
Éves WACC	0,1259	0,0752	0,1029	0,1150	0,0980
Befektetett tőke elvart megtérülése	47 406	39 275	62 655	70 441	64 494
Gazdasági hozzáadott érték (EVA)	7 278	19 743	14 347	-3 020	1 470

Forrás: Saját számítás a Richter Gedeon Nyrt. éves beszámolója alapján

A gyógyszeripar esetében a folyamatos K+F tevékenység várható hozamai miatt reális feltételezés a jövőbeli várható szabad pénzáramok növekedése. Ezt alapul véve megvizsgáltuk a modellből származó becsült vállalati értéket egy óvatos (a működési eredmény átlagos múltbeli növekedéséhez igazított), 5%-os FCF növekedési ráta mellett is.

Ebben az esetben, a tőkeköltség értékét változatlanul hagyva és kezdő pénzáramként a fenti átlagos 28,5 milliárd forintos FCF értéket használva a becsült vállalati érték 494 milliárd forint, melynek értéke a korábbi becslésünk csaknem 2-szerese, de még mindig jelentősen elmarad a tőzsdei kapitalizáció értékétől. Ebből arra lehet következtetni, hogy a befektetők hosszú távon vagy magasabb FCF áramokra vagy ennél nagyobb rátájú növekedésre, illetve a becsülnél alacsonyabb értékű tőkeköltségre számítanak.

GAZDASÁGI HOZZÁADOTT ÉRTÉK ELEMZÉS (EVA)

A gazdasági hozzáadott érték meghatározásának első lépéseként a korrigált üzemi eredményt számítottuk ki. Mivel a vállalat nem LIFO módszer szerint vezeti a készleteit, valamint a kiegészítő melléklet adatai szerint goodwill amortizáció az elmúlt öt év során nem történt, illetve operatív lízingtevékenységet nem folytatott a vállalat, a cég üzemi (üzleti) eredményét csak a kutatás és fejlesztési tevékenységgel szükséges korrigálni. A társaság a kutatás és fejlesztés költségeit a tárgyévi bevételekkel szemben számolja el, azonban az EVA ezt az eljárást az adóalap-csökkentő hatás miatt nem fogadja el, ezért a számviteli eredményből ki kell venni a K+F költségeket és csak a tárgyévre eső amortizációnak megfelelő összeget szabad szerepeltetni. Mivel a kutatás és fejlesztés aktivált költségeit a magyar számviteli törvény szerint maximum öt év alatt lehet leírni, a tárgyévi K+F költségek 1/5 részét tekintettük tárgyévi amortizációnak. Miután az üzemi eredményt korrigáltuk a K+F tevékenység tárgyévi költségeivel és annak tárgyévre

számított amortizációjával megkaptuk a korrigált üzemi eredményt.

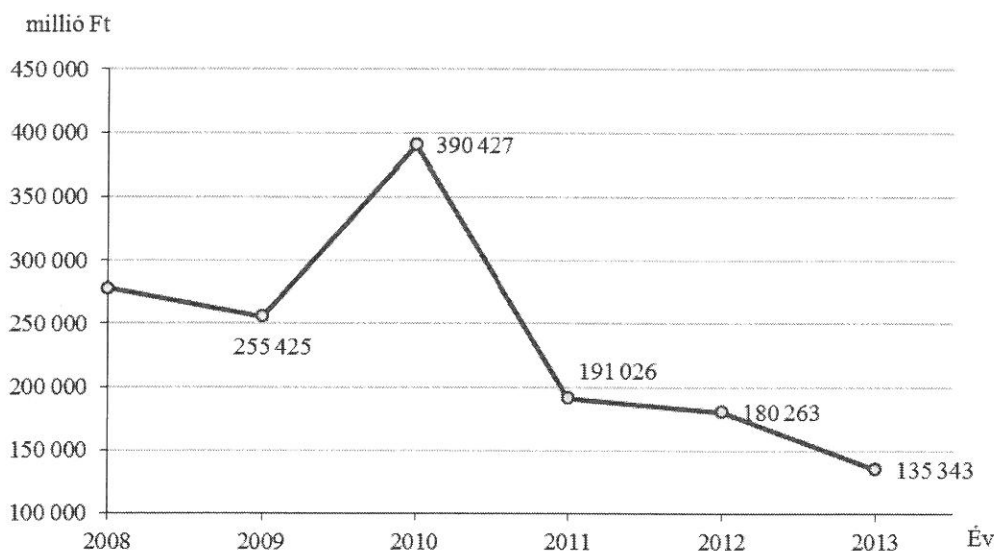
A következő feladat a korrigált társasági adó megállapítása volt. A társasági adóról és osztalékadóról szóló 1996. évi LXXXI. törvény nem teszi lehetővé az adókötelezettség elhalasztását, így a Takács (2009) 68. oldalán megtalálható képlet leegyszerűsödik, ami alapján a korrigált társasági adó megegyezik a korrigált üzemi eredményre vetített adóval.

A befektetett tőke költségének megállapításánál, a befektetett tőke meghatározásához szintén Takács (2009) módszertanát használtuk fel, a súlyozott átlagos tőkeköltséget pedig a szabad pénzáram modellnél ismertetett módon számítottuk ki. Ezt követően a korrigált üzemi eredmény és a korrigált adó különbségeként kifejeztük az adózás utáni nettó működési profitot, amit a gazdasági hozzáadott érték megállapításához a befektetett tőke költségével korrigáltunk. A számítás folyamatát és részeredményeit a 3. számú táblázatban prezentáljuk.

A modell szerint a 2012-es év kivételével minden évben értéket teremtett a vállalat. Jól látható, hogy a korábbi számításoknál mélypontként mutató 2010-es év az EVA szempontjából a legeredményesebb évnek mutatkozik, ami azzal magyarázható, hogy ebben az évben valósultak meg a vállalat legnagyobb befektetései, projektjei. A 2012-es év negatív EVA eredményét kiváltó okok között szerepel az adott év üzemi (üzleti) eredményében bekövetkezett 15 milliárd forintos csökkenés, valamint a befektetett tőke elvart megtérülésének jelentős megnövekedése.

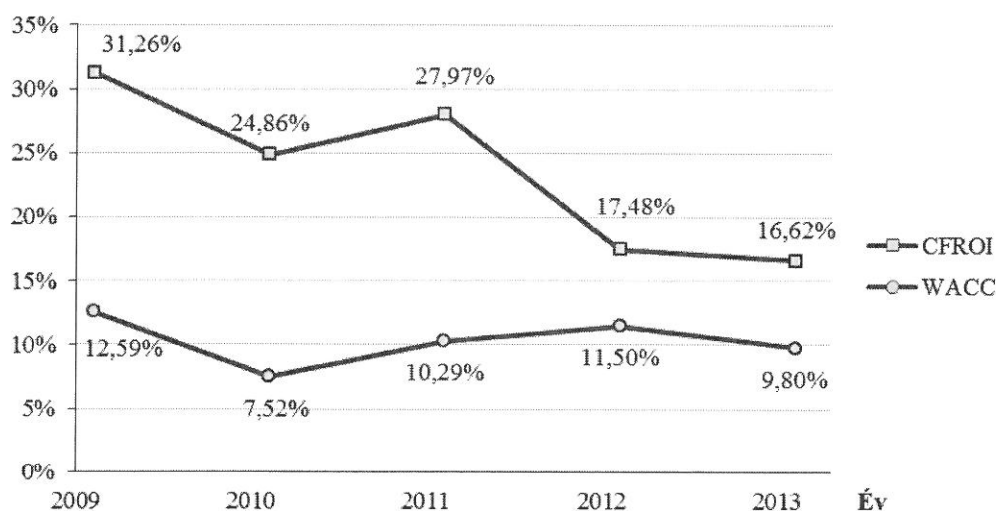
HOZZÁADOTT PIACI ÉRTÉK ELEMZÉS (MVA)

A Richter Gedeon Nyrt. hozzáadott piaci értékét a vállalat piaci értéke és a befektetett tőke különbségeként állapítottuk meg. A vállalat piaci értékének meghatározásához szükséges saját tőke piaci értékénél, a Budapesti Értéktőzsde honlapján elérhető Richter részvény historikus tőzsdei kapitalizációs ér-



4. számú ábra: Hozzáadott piaci érték alakulása 2008-2013 között

Forrás: Saját szerkesztésű ábra az elvégzett számítások alapján



5. számú ábra: A befektetés-arányos cash flow és a súlyozott átlagos tőkealkotás kapcsolata

Forrás: Saját szerkesztésű ábra az elvégzett számítások alapján

tékeivel számoltunk. A kölcsöntőke értékének meghatározásához pedig a gazdasági hozzáadott érték elemzésnél megállapított idegen tőke könyv szerinti értékét használtuk fel. Ezután a vállalat piaci értékének és már az EVA mutatónál kiszámított befektetett tőkének a különbségeként kifejeztük a részvénytársaság hozzáadott piaci értékét. A Richter Gedeon Nyrt. elmúlt öt éves hozzáadott piaci értékének alakulását az 4. számú ábra illusztrálja.

A Richter Gedeon Nyrt. piaci hozzáadott értéke 2010-ben több mint 390 milliárd forinttal tetőzött, amit közel 200 milliárd forintos zuhanás követett. A visszaesés mértéke 2012-ben ugyan csökkent, azonban 2013-ban ismét egy nagyobb volumenű, csaknem 45 milliárd forint értékű esés figyelhető meg. A 2010-es rekordérték háttérben a vállalat piaci értékének 280 milliárd forintos megnövekedése áll, amiből 188 milliárd forint értékű emelkedés a tőzsdai kapitalizációs értékben következett be, a fennmaradó 92 milliárd forint pedig a kölcsöntőke megnövekedésének az eredménye. Annak ellenére, hogy a befektetett tőkében is mintegy 145 milliárd forintos

gyarapodás látható 2010-ben, így is több mint 135 milliárd forinttal nőtt a Társaság hozzáadott piaci értéke az előző évhez viszonyítva. Ezt követően azonban a vállalat menedzsmentjének nem sikerült értéket teremtenie az MVA értékek alapján, aminek az okai között szerepel a vállalat tőzsdai kapitalizációs értékében bekövetkezett csökkenés és a befektetett tőke értékének megnövekedése.

BEFEKTETÉS-ARÁNYOS CASH FLOW ELEMZÉS (CFROI)

A befektetés-arányos pénzáram megállapításához a Társaság által kiadott kiegészítő mellékletekben közölt információk álltak rendelkezésünkre. Takács (2009) és Damodaran (2006) 945-949. oldalán lévő képleteit alkalmaztuk a Richter Gedeon Nyrt. CFROI értékéhez szükséges adatok megbecsléséhez a 2009-2013-as időintervallumra vonatkozóan. Miután minden adatot – azaz a tartós eszközök várható élettartamát, a bruttó cash flow-t, a bruttó befektetett tőkét és a maradványértéket is – kiszámítottunk, a Microsoft Excel program célérték-keresés menüpontja segítségével meghatároztuk az éves CFROI mutatók értékét. Az 5. számú ábra segítségével szemléljük a gyógyszergyártó cég

befektetés-arányos cash flow értékeinek és a súlyozott átlagos tőkealkotásának a kapcsolatát.

Az 5. számú ábrán is jól nyomon követhető, hogy a CFROI értékek meghaladták a WACC értékeket az évek során, tehát a befektetés-arányos cash flow szerint értékteremtés történt, hiszen a vállalkozás belső megtérülési rátája tartósan magasabb volt a vizsgált intervallumban, mint a tőke minimálisan elvárt megtérülése.

Az első három elemzett évben átlagosan több mint 15% ponttal emelkedett a CFROI a WACC értékek felé, ami jelentős megtérülést biztosított a vállalat tulajdonosainak. 2012-ben azonban a befektetés arányos pénzáram erőteljes csökkent, melynek hatására az év végére a két mutató közötti különbség 6% pont alá esett.

A csökkenés háttérben a bruttó pénzáram értékében bekövetkezett mintegy 40 milliárd forintos esés áll, amit elsődlegesen az adózás előtti eredmény csökkenése okozott, melynek háttérben egyrészt a közvetett értékesítési költségek megnövekedése, másrészt pedig a pénzügyi műveletek bevéte-

leinek elmaradása állt. 2013-ban a CFROI értéke 16,62%, ami 1% mérséklődést mutat az előző évhez viszonyítva, de a súlyozott átlagos tőke költséget stabilan meghaladja.

KÖVETKEZTETÉSEK

A közgazdasági szakirodalom számos vállalatértékelési eljárást mutat be, melyek különböző kategóriákba sorolhatóak. Az eljárási módszerek egy részénél a vállalat múltbeli, számviteli adatai adják az értékelés kiindulópontját, míg a másik résznél a vállalat árfolyamai szerepelnek az elemzés középpontjában. Vannak elterjedtebb, közkeletűbb módszerek és eljárások a vállalatértékelésben, azonban mindig a vizsgálandó vállalat sajátosságait érdemes figyelembe venni az értékelési modell kiválasztásánál. A különböző módszerek különböző eredményekkel szolgálnak, azáltal hogy az eljárások fókuszaiiban más-más tényezők állnak, így az eredményeket is más faktorkok befolyásolják. Érdemes több vállalatértékelési módszert elvégezni és az így kapott eredmények együttes értékelése által megállapítani a vállalat értékét.

Alkalmazott kutatásunk eredményeképpen a Richter Gedeon Nyrt. esetében a statikus pénzügyi mutatók megmutatták, hogy a vállalat folyamatosan növekvő vagyoni háttérrel rendelkezik, tőkeerős és hitelképes. A likviditási helyzet teljes mértékben problémamentesnek bizonyult az 2009-2013-as időszakban, továbbá a klasszikus jövedelmezőségi mutatók értékei is kedvezőek voltak. Ugyanakkor a 2010-es évet követően gyengülés volt megfigyelhető a vállalat eredményeiben, illetve hatékonysági mutatóiban, ami a további, jövőbeli sikeres működésre kihatással lehet. A statikus pénzügyi mutatókkal jól nyomon követhetőek voltak a gazdálkodásban bekövetkezett változások, hiszen az 5 éves intervallum vizsgálatából, a változások számszerűsítésével már komoly következtetések vonhatóak le.

A továbbiakban a vállalati értékteremtés alakulásának elemzését is elvégeztük, szabad pénzáram modell alkalmazásával és a hozzáadott érték módszerek gyakorlati becslésével.

A vállalati szabad cash flow eljárással történő vizsgálat szerint a Richter Gedeon Nyrt. FCF értéke 2010-ben negatív értéktartományba esett, így nem tudta kielégíteni a tulajdonosok és a hitelezők elvárásait. A későbbi évek vállalati szabad pénzáramai ugyan kedvezőek, azonban csökkenő tendenciát mutatnak, továbbá a 2009-es évhez viszonyítva alacsonynak tekinthetőek. A Richter anyavállalat 2013-as becsült vállalati értéke a legegyszerűbb FCF modell szerint minimum 257 milliárd forintot feltételezve, hogy a vállalat a jövőben tartósan képes átlagosan 28,5 milliárd forint feletti szabad pénzáramot generálni 11%-os súlyozott átlagos tőke költség mellett. A gyógyszeripar sajátosságai, a gyors növekedés, és az intenzív K+F tevékenység miatt azonban, úgy gondoljuk, hogy ennél jóval magasabb vállalati érték is elérhető, ha a jövőbeli szabad pénzáramok növekedése beindul, és a tőkeszerkezet még kedvezőbbé válik.

A vállalat gazdasági hozzáadott értékének kiszámításánál a 2012-es év bizonyult a legkedvezőtlenebbnek, amikor a cég EVA értéke -3 milliárd forint körül alakult. A legmagasabb gazdasági hozzáadott értéket a Társaság 2010-

ben teremtette, amikor a legnagyobb volumenű beruházások aktiválása történt a gyógyszergyártó cégnél. Ezt követően az értékteremtés jelentősen visszaesett, aminek valószínűsíthető oka, hogy a 2010-ben végrehajtott beruházások nem teljesítettek a tőlük elvárt hozamokat vagy a megtérülési hatások csak a későbbi évek során lesznek érzékelhetőek. Az EVA mutatót a szakirodalomban többnyire a rövid távú szemlélete miatt kritizálják, ezért kutatásunkban is törekedtünk arra, hogy más mutatókat is számszerűsítsunk.

A Richter Gedeon Nyrt. hozzáadott piaci értékének elemzésénél az EVA-hoz hasonló eredmények mutatkoztak. Legkedvezőbbnek ebben az esetben is a 2010-es év bizonyult, amit jelentős visszaesés követett a hozzáadott piaci érték alakulásában, mely csökkenés még 2013-ban sem állt meg. Az elemzés során kimutatott hanyatlás a befektetett tőke megnövekedésének következménye.

A korábbi elemzéseknél prezentált negatív eredményeknek ellentmondva a vállalt befektetés-arányos cash flow mutatói az öt év során stabilan a súlyozott átlagos tőke költségek felett alakultak, tehát a CFROI elemzés szerint a cég minden évben értéket teremtett. Ugyanakkor kismértékű gyengülés 2012-ben és 2013-ban itt is megfigyelhető. Az értékközpontú CFROI mutató hátránya, hogy „bünteti” a régi eszközökkel jövedelmezően működő vállalkozásokat, mert viszonylag magas reálköltséget terhel rájuk.

A különböző vállalatértékelési eljárások szerint elvégzett elemzések során kiderült, hogy a Richter részvény árfolyamában 2011-ben bekövetkezett jelentős visszaesésnek, majd a 2013-as év második feléig a 3700 forintos értéknek megfelelő árfolyam körüli stagnálásnak a háttérében a vállalati értékbecslő eljárások paramétereinek kedvezőtlen alakulása is meghúzódik. A vállalati érték hanyatlásához több tényező vezetett. 2010-ben a Társaság két nyugat-európai befektetést valósított meg (Grünenthal portfólió vásárlása, és PregLem akvizíció) és ezek a beruházások az elkövetkező 2-3 évben még nem járultak hozzá elegendő mértékben a gyógyszergyártó cég profittermeléséhez és értékteremtéséhez. A svájci PregLem akvizícióért fizetendő halasztott vételár azonban a vállalat hosszú lejáratú kötelezettségei között megjelent. Ugyanebben az évben az eddig kötelezettségmentesen működő vállalat 150 millió euró értékben öt éves lejáratú klubhitel szerződést írt alá, így a tőkeszerkezet megváltozott. A Társaság eredményeinek vizsgálatánál is tisztán látható, hogy a piacépítésre költött milliárdok az évek során egyre több pénzt és energiát emésztettek fel, aminek megtérülése még 2013-ban sem volt tapasztalható. A vállalat vezetősége 2013 áprilisában döntött a részvények megtizedelése mellett, melynek célja az árfolyam reális értékének elérése és szinten tartása volt. A részvény felaprózás által a kiskereskedők számára is elérhetővé vált az értékpapír, így a kereslet megnövekedésével tartós növekedésre lehet számítani. A 2009-2013-as időszakra vonatkozóan a társaság átlagos kapitalizációs értéke (a saját tőke tőzsdei forgalom alapján becsült piaci értéke) körülbelül 706 milliárd forintba becsülhető. Ez az érték 2014-ben átlagos napi záróárfolyammal számolva már megközelítette a 746 milliárd forintos értéket, tehát a részvénytizedelés eredményesnek bizonyult.

Kutatási eredményeink mellett ki kell, hogy térjünk az elvégzett elemzések korlátaira is. A vállalati értéket múltbeli éves beszámoló adatok alapján becsültük. Ezt jövőbeli mérleg- és eredménykimutatás terveket felhasználó szcenárió-elemzéssel, valamint a várható iparági folyamatok részletesebb elemzésével kiegészítve még pontosabb vállalati érték becslés valószínűsíthető meg. További fontos korlátozó tényező volt a hozzáadott érték módszerek esetében a korrekciós tényezők nem teljes körű figyelembevétele, amit csak a belső információk (főkönyvi kivonatok) elérhetőségével lehetett volna feloldani.

Az elemzések alapján az a véleményünk, hogy a Richter részvényeket óvatosan, folyamatos értékelés mellett érdemes befektetésként tartani. A vállalat folyamatos kutatás és fejlesztési tevékenysége és az eddig végrehajtott piacbővítések hosszú távon hozhatják meg az eredményeket.

„A cikk a Pallas Athéné Domus Scientiae Alapítvány támogatásával valósult meg.”

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Arifin, A. F. – Anggono, A. H. 2012. Estimating value of the firm for telecommunication company case study. *Journal of Business and Management* 1(3), 204-211.
- Bélyácz, I. 2009. Befektetési döntések megalapozása. Budapest: Aula Kiadó.
- Bélyácz, I. 2011. Stratégiai beruházások és reálopciók. Budapest: Aula Kiadó.
- Bélyácz, I. 2013. A befektetések és a tőkepiac. Budapest: Akadémia Kiadó.
- Black, A. – Wright, P. – Bachman, J. – Davies, J. 1999. Részvényesi érték. Az értékközpontú vállalatirányítás. Budapest: KJK – KERSZÖV Kiadó.
- Bodie, Z. – Kane, A. – Marcus, A. 2005. Befektetések. Budapest: Aula Kiadó.
- Bodie, Z. – Merton, R. – Cleeton, D. 2011. A pénzügyek közgazdaságtana. Budapest: Osiris Kiadó.
- Brealey, R. – Myers, S. 2005. Modern vállalati pénzügyek. Budapest: Panem Kiadó.
- Brewer, P.C. – Chandra, G. – Hock, C.A. 1999. Economic Value Added (EVA): Its Uses and Limitations. *SAM Advanced Management Journal* 64(2), 4-11.
- Clarke, R. G. – Wilson, B. – Daines, R. H. – Nardauld, S. D. 1988. Strategic Financial Management. Illinois: IRWIN. Homewood.
- Copeland, T. – Koller, T. – Murrin, J. 1999. Vállalatértékelés. Értékmérés és értékmaximalizáló vállalatvezetés. Budapest: Panem Könyvkiadó.
- Csapi, V. 2013. Stratégiai beruházások a villamosenergia-szektorban – A reálopció-elmélet alkalmazásának lehetőségei és korlátai a liberalizált villamosenergia-szektor egyedi és összetétel-szintű optimalizálási döntéshozatala során, PhD Thesis, Pécs: PTE.
- Damodaran, A. 2006. A befektetések értékelése – Módszerek és eljárások. Budapest: Panem Könyvkiadó.
- Damodaran, A. 2010. Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/valuesurvey.pdf>, letöltve: 2010. 10. 23.
- Fazakas G. – Soós R. – Gáspár B. 2003. Bevezetés a pénzügyi és vállalati pénzügyi számításokba. Budapest: Aula Kiadó.
- Fazakas G. – Juhász P. 2009. Alacsonyabb kockázat – nagyobb osztalék? *Közgazdasági Szemle* 56(4), 322-342.
- Fónagy-Árva, P. 2006. A tulajdonosi érték mérése az értékközpontú vállalatirányításban. PhD Thesis, Gödöllő: SZIE.
- Hollóné, Kacsó E. 2001. A tőzsdei bevezetések megalapozását szolgáló vállalatértékelés elvi alapjai, módszerei (A magyar vállalatok piaci értéke). PhD Thesis, Miskolc: ME.
- Juhász, P. 2004. Az üzleti és könyv szerinti érték eltéréseinek magyarázata – Vállalatok mérlegén kívüli tételeinek értékelési problémái. PhD Thesis, Budapest: BCE.
- Kazainé, Ónodi A. 2008. Az értékközpontú vállalatvezetést szolgáló teljesítménymérési rendszer. PhD Thesis, Budapest: BCE.
- Pálinkó, É. – Szabó, M. 2006. Vállalati pénzügyek. Budapest: Typotex Kiadó.
- Rózsa, A. 2011. A vállalati érték becslése a gyakorlatban Excel táblázatkezelő programmal. In: Tarnóczy, T. – Lőrinczi, K. (ed.) Kis- és középvállalkozások döntéshozatalának számítógépes támogatása. Debrecen: Debreceni Egyetem, 26-39.
- Shil, N. 2009. Performance Measures: An Application of Economic Value Added. *International Journal of Business and Management* 4(3), 169-177.
- Szalka, É. – Katits, E. 2014. A legnagyobb magyar elektronikai vállalkozások operatív gazdálkodásának elemzése, avagy a cégek kockázat befolyásoló tényezői. *Tér-Gazdaság-Ember* II.(2-3), 79-112.
- Takács, A. 2009. Vállalatértékelés magyar számviteli környezetben. Budapest: Perfekt.
- Tarnóczy, T. – Fenyves, V. 2010. A vállalatértékelés komplex szimulációs modellje. *Acta Scientiarum Socialium* 31, 95-106.
- Tarnóczy, T. – Rózsa, A. – Fenyves, V. – Teutsch, T. (2011): A Microsoft Excel és az R statisztikai rendszer alkalmazása gazdasági-pénzügyi számításokban. Debrecen: Debreceni Egyetem.
- Ulbert, J. 2011. A DCF-modell család védelmében. *Vezetéstudomány* 42(7-8), 3-10.